



巴菲特 投资 案例 集

黄建平◎著

汇聚巴菲特投资生涯中的所有经典案例
呈现每个被投资公司的发展状况与财务细节
解读投资背后的关注要点与智慧思索
28个案例透析价值投资的真谛

雪球创始人 方三文
i美股资产管理有限公司创始人 梁 剑

倾力推荐



014008110

F837.124.8
50

巴菲特 投资 案例 集



黄建平◎著

F837.124.8
50

中国经济出版社



北航

C1694360

011800310

图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特投资案例集/黄建平著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 10

ISBN 978-7-5136-2726-9

I. ①巴… II. ①黄… III. ①巴菲特, W. —投资—经验 IV. ①F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 201007 号

责任编辑 燕丽丽

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 久品轩

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京科信印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 16.25

字 数 210 千字

版 次 2013 年 10 月第 1 版

印 次 2013 年 11 月第 2 次

书 号 ISBN 978-7-5136-2726-9/F·9853

定 价 39.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68359418 010-68319282)

(举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

序

在阅读 56 年间沃伦·巴菲特致股东的信件时,我对其中的投资案例充满了敬佩之情,但想进一步知道其投资和决策时的细节时——他做出投资决定时,被投资公司的财务状况如何,处在一个怎样的发展阶段等——却遇到了很大的困难。

首先,巴菲特往往对一个投资对象的描述分布在若干年的致股东信里,需要仔细整理和挖掘;其次,缺乏许多重要的投资细节,例如买入价格、投资对象的财务细节、投资过程、投资后的表现等,这需要读者阅读被投资对象的年报资料,甚至需要计算,或者借助其他传记才能获取;再次,在互联网上搜索相关案例时,我发现关于巴菲特的投资理念和投资语录汗牛充栋,但关于巴菲特的投资案例则多为片段,鲜有完整者,并且挖掘的深度也难以让人满意。作为一名对巴菲特充满敬佩之心的投资者,我深知这些投资案例的珍贵,以及它们对投资者的重要意义。

于是,我开始下定决心自己动手整理巴菲特的投资案例,一方面使自己加深对巴菲特投资方法和投资理念的理解,另一方面,也希望自己的付出,能让更多的投资者有所受益。对于投资案例的整理,其难度超越了我初期的想象,有时为了一个很小的细节,可能要查阅海量的报表,但我想,



这也许正是本书的价值所在——客观地将每一个案例真实地呈现在读者面前。怀着忐忑的心,我开始将一个个案例放在自己的博客和雪球中,没想到收到了超出我期望的反馈,这更坚定了我写作的决心。

为了客观地为读者呈现巴菲特的投资实例,本案例集的写作遵循以下一些原则:

(1)力求完整而客观地描述巴菲特的各个投资案例,尽力不画蛇添足,添加编者自己的主观想法。在每个案例之后附上巴菲特在致股东信中的相关论述,以便于读者阅读。

(2)每个案例皆力求还原巴菲特当时投资的情景,包括投资对象的背景、当时的财务状况、盈利能力、买入价格、巴菲特的投资逻辑、内在价值、投资业绩,等等。

(3)力求使每个案例成为一个独立完整的投资故事,成为洞悉巴菲特投资思想的窗口。

基于以上原则,我按照巴菲特投资的时间顺序,将其投资的主要公司一一进行分析,其中有些数据是作者根据年报或相关数据整理计算而得,不可避免会出现一些偏差,希望不足之处可以得到读者的谅解,也欢迎大家的批评与指正。

这些案例在整理过程中,我将部分案例发表在雪球上,获得众多雪球网友的大量转发、评论和支持,给了我更大的动力去完成此书,在这里对雪球运营团队和众多雪球网友的鼓励和支持表示衷心的感谢。

巴菲特投资思想

前言
BAFETTE
TOUZI ANLIJI

前言

格雷厄姆和巴菲特的渊源

本杰明·格雷厄姆为沃伦·巴菲特在哥伦比亚大学的老师,巴菲特毕业后想进入格雷厄姆的投资公司(格雷厄姆-纽曼公司),但格雷厄姆为了照顾犹太人就没有同意。巴菲特只好回到奥马哈,接替他父亲的证券经纪业务,并经常给格雷厄姆写信。三年后,格雷厄姆终于同意让巴菲特成为公司员工,巴菲特从给格雷厄姆打工一路上升为合伙人。1956年,格雷厄姆对市场的狂热感到担心,决定退休,关闭了他的投资合伙公司。巴菲特自己创建了巴菲特合伙公司,首批合伙人多为格雷厄姆-纽曼公司的客户。秉承格雷厄姆的投资理念,巴菲特合伙公司的投资业绩卓越,1957—1969年的年复合收益率为29.5%、总收益率27倍,同期道指分别为7.4%和1.5倍。

格雷厄姆投资思想

(1)安全边际,买入股份相当于买入公司的一部分所有权,如果以4毛钱买入价值1元的东西,赢的概率远大于亏的概率;(2)市场先生,证券市场短期是投票器,长期是称重机,市场的非理性波动是我们的朋友,



能够提供以非常低折扣买入的机会。(3)杜绝投机,严格遵守价值投资原则。

格雷厄姆投资公司的营运方式

对投资人不收取管理费,不拿工资,只收利润分成,每年支付5%的资本利息后,利润超过部分按累进制进行利润分成,收益率20%以内利润分成20%,收益率20%~30%部分分成30%,依此类推,最高50%。公司资金和客户资金一起风险共担。后来巴菲特合伙公司运营方式与之类似。

格雷厄姆的盲点

对公司价值的评估主要集中在营运资产等有形价值上,较少关注公司竞争力、管理质量、未来盈利能力等方面的价值。随着资本市场的发展和完善,这种市值低于营运净资产的投资机会日渐稀少。后来费雪发展了成长性公司的投资理论,也被巴菲特所采用。

格雷厄姆的投资方法

(1)买入严重低估的普通股,例如市值低于营运净资产(流动资产减去负债)等;(2)套利交易,在公司的收购、合并、重组中投资确定性高的套利机会,也包括可转债套利;(3)控制类投资,成为价值严重低估公司的主要股东,通过分红等方法实现价值。巴菲特后来也依照这三种方法。

格雷厄姆的投资案例^①

联合电车公司:该公司拥有116辆公共汽车和游乐场之外,还拥有价值约100万美元的国库券、现金和已发行汽车票,合每股60元,但当时股价不足35元,相当于用5毛买1元硬币。格雷厄姆买入,巴菲特跟投并登广告收购,后公司每股分红50元,巴菲特一笔赚了2万美元。

主动实现价值:北方输油管公司,格雷厄姆调查发现它拥有巨额铁路

^① 参考文献:本杰明·格雷厄姆. 格雷厄姆:华尔街教父回忆录[M]. 上海:上海远东出版社,2011.

艾利斯·施罗德. 滚雪球[M]. 北京:中信出版社,2009.

债券,加上现金约每股95元,无存货,股价为65元,分红6元。格雷厄姆买了5%的股份,并取得另外32.5%的代理权,成为公司董事,迫使管理层将多余的现金分发给股东,最终每股分红70元,单笔投资的总收益率约70%。

股票换可可豆:洛克伍德公司以价值36元的可可豆回购每股34元的股票,格雷厄姆让巴菲特大量收购股票换可可豆,同时卖出可可期货锁定利润,收益丰厚。更绝的是巴菲特,他分析认为随着股数减少,每股价值将会远超当前股价,故买入222股持有,后股价超过100元,收益率约3倍(1956年)。

麻雀变凤凰:里丁煤铁公司的生意日落西山,但股价低估,格雷厄姆控股了公司,用公司现金买下了联合内衣公司,即用一项生意的钱购买利润更丰厚的另一项生意,投资回报丰厚。巴菲特后来把这种资产配置艺术用在伯克希尔上,使一家快破产的纺织厂变为世界第五大市值的多元化集团。

可转债套利:联合纺织公司有年利率7%的可转债,普通股被热炒高估严重。格雷厄姆卖空普通股,然后在面值附近买入可转债。后股价从70元跌到20元,而可转债价格基本未变,格雷厄姆卖出可转债买回普通股,收益丰厚。若普通股价格上涨,可转债也会同步上涨,风险可控,该方法退可守进可攻。

钱往低处流:杜邦持有通用汽车的股份,1923年通用汽车股价大涨,杜邦的市值仅相当于持有的通用汽车股份的价值,杜邦被严重低估而通用汽车被高估。格雷厄姆买进杜邦,并卖出7倍于杜邦股票的通用汽车股票,后通用汽车下跌而杜邦上涨,格雷厄姆获利丰厚。但是,格雷厄姆后来用这种方法也失败过一次,做空有风险。

格雷厄姆思想家族的富翁们^①

沃尔特·施洛斯:没上过大学,但上过格雷厄姆的“证券分析”夜校

^① 参考文献:本杰明·格雷厄姆·聪明的投资者(第4版)[M].北京:北京邮电出版社,2010.



课程,后进入格雷厄姆的投资公司,为巴菲特的同事。1956年自己开投资公司,严格按照价格远低于价值的投资方法,其28年的年复合收益率为21.3%,总收益率231倍,同期标普指数分别为8.4%和8.8倍。

汤姆·拉普:“二战”退役后为海滩巡逻员,偶然看到格雷厄姆的夜校讲座,即报考哥伦比亚大学MBA成为格雷厄姆的学生,后追随格雷厄姆为巴菲特同事。1968年组建合伙公司,遵循价值投资,其15年的年复合收益率为20%,总收益率16.6倍,同期标普500指数分别为7%和2.4倍。后买下了那片他经常晃悠的海滩。

比尔·鲁安:毕业于哈佛商学院,后去哥伦比亚大学听格雷厄姆讲课与巴菲特相识,开始自己投资,业绩优异。巴菲特结束合伙公司将客户介绍给他,1970年成立红杉基金,其后14年的年复合收益率为18.2%,同期标普500指数为10%。

查理·芒格:开过律师事务所,同时投资业绩优异,后巴菲特建议他把律师当作爱好、专心投资。1962年成立合伙公司,集中持有价格低估的公司,其后12年的年复合收益率为19.8%,总收益率11.6倍,同期道指分别为5%和0.96倍。后与巴菲特一起控制伯克希尔,为副董事长。

里克·格林:南加州大学数学系毕业,做过IBM销售员,是芒格的朋友,据说他5分钟就明白了价值投资法,受芒格建议转行做投资。1965年成立太平洋合伙公司,其后19年的年复合收益率为32.9%、总收益率222倍,同期标普指数分别为7.8%和3.16倍。

沃伦·巴菲特(早期):1930年出生于奥马哈,小学开始送报纸、卖爆米花和二手高尔夫球,用积累的钱在15岁高中时买了40英亩农场。11岁开始炒股,看遍了奥马哈图书馆中所有的投资书籍,试过各种方法,后进入哥伦比亚大学,在遇到格雷厄姆前投资业绩平平。

沃伦·巴菲特(中期):大学时对格雷厄姆的课程入迷,成绩为全班唯一的A+,毕业3年后进入格雷厄姆的投资公司,后自己创建了合伙公司,投资方法和运营方式与格雷厄姆类似,主要为低估类、套利类和控制类投资。1957—1969年的年复合收益率为29.5%、总收益率27倍,同期道指分别为7.4%和1.5倍。

沃伦·巴菲特(后期):1969年牛市时,巴菲特关闭了合伙公司,用全部资金和芒格一起控制了一家纺织厂——伯克希尔,以此为平台采用价值投资法不断收购公司和股份,最终形成一个市值世界第五的多元化集团。1965—2012年的年复合增长率为19.7%、总增长率5868倍,同期标普为9.4%和74倍。

目 录 CONTENTS

前言	1
1. 美洲国家火灾保险公司 1956	1
阅读《穆迪手册》，发现被大众忽视的股票价值，大量收集，实现超常收益。	
2. 共富诚信银行 1958	3
以 5 倍市盈率买入一家银行的股票，成为第一大股东。	
3. 桑伯恩地图公司 1958	7
如果公司持有的证券价值远超股价，如何实现价值？	
4. 登普斯特制造公司 1956—1963	13
对于净营运资本远超市值的三流公司，如何投资？	
5. 德州国家石油（套利） 1962	17
在公司被收购中，买入债券和股票，实现确定性的短期套利和高收益率。	



6. 美国运通（第1次） 1964 21
投资思想从单纯“捡烟屁股”逐步转向“关注公司竞争优势”。
7. 多元零售公司 1966 25
“好价格买入普通公司”的煎熬。
8. 伯克希尔·哈萨维 1962 33
如何把“烟蒂”逐步转变成一个创造投资神话的平台？
9. 蓝带印花公司 1968 41
在危机中买入被严重低估的公司股票，关键是如何评估公司的价值。
10. 喜诗糖果 1972 45
梦幻般的伟大的投资对象，像亚当和夏娃一样生养众多。
11. 华盛顿邮报 1973 51
对于具有长期竞争优势、管理良好的公司，在公司陷入危机时投资。
12. 政府雇员保险公司 GEICO 1951、1976 59
对于难以差异化的产品，流程造就的低成本形成了持久竞争优势。
13. 内布拉斯加家具店 1983 81
传奇而强大的 B 夫人。
14. 斯科特-费策尔 1986 87
一家 100% 分红的增长型公司。
15. 大都会/美国广播公司 1986—1999 95
对管理层放心，且非常看好这种轻资产近乎垄断的商业模式。

16. 所罗门公司 1987	103
危难时刻，亲自出马，力挽狂澜。	
17. 可口可乐 1988	113
强大的品牌构成的持久竞争优势，将创造非常充沛的现金流。	
18. 阿克塔公司（套利） 1981—1988	129
高确定性的套利交易，外加一个大红包。	
19. 房地美 1988—2000	135
金满钵满后，何以在金融危机前全身而退？	
20. 吉列剃须刀 1989	147
用可转换优先股投资优秀公司，既安全又收益丰厚。	
21. 富国银行 1990	157
危机当前，为何投资 1 倍市净率的银行股？	
22. M&T 银行 1991	167
从可转换优先股入手，买入银行股。	
23. 美国运通（第 2 次） 1991	173
一场价值数十亿美元的高尔夫球。	
24. 中美能源 1999	185
为什么投资受管制的资本密集型公司？	
25. 亚马逊公司债 2002	203
如何通过投资垃圾债实现高收益？	



26. 中国石油 2003—2007 209

低估、原油、外汇，甘蔗从头吃到尾。 2003年买入，2007年卖出，获利丰厚。

27. 股指期权 2004—2008 221

为什么投资高风险的金融衍生品？ 2004年买入，2008年卖出，获利丰厚。

28. 德克斯特鞋业 1993 233

巴菲特自认为最糟糕的一笔投资。 1993年买入，2000年卖出，亏损惨重。

附录 241

附录一：巴菲特投资原则

附录二：巴菲特投资案例 241

附录三：巴菲特投资案例续

附录四：巴菲特投资案例续 241

附录五：巴菲特投资案例续

附录五：巴菲特投资案例续 241

附录六：巴菲特投资案例续

附录六：巴菲特投资案例续 241

附录七：巴菲特投资案例续

附录七：巴菲特投资案例续 241

附录八：巴菲特投资案例续

附录八：巴菲特投资案例续 241

附录九：巴菲特投资案例续



其前首席执行官詹姆斯·哈曼森，在哈曼森家族接管公司后，将公司更名为美洲国家火灾保险公司。

背景

在哈曼森接管公司之前，这家公司在《福布斯》杂志上排名第1000位，年营业额为1000万美元。哈曼森接管公司后，将公司更名为美洲国家火灾保险公司，并将公司更名为美洲国家火灾保险公司。

1. 美洲国家火灾保险公司^①

公司背景

美洲国家火灾保险公司总部位于奥马哈，1919年，一些没良心的保险员把这家公司毫无价值的股票推销给了许多农民，每股价格100美元，随后这些凭证躺在抽屉里慢慢被人们遗忘。后来保险商威廉·哈曼森被騙入这家公司做负责人，哈曼森家族逐渐将这家公司变成一个正规的公司，逐步把最高等级的保险业务输入这家公司，股票价值逐步上升。但是，信息闭塞的农民们并没有觉察到他们手中的股票已经值钱了。

之后的几年，哈曼森家族暗地里从那些农民手中回购股票，到1956年为止，哈曼森家族已经拥有这家公司70%的股份。1956年，美洲国家火灾保险公司的每股盈利为29美元，而哈曼森家族的收购价约为每股30美元，市盈率约1倍，每股利润就能完全支付购买一股股票的所有成本，简直不可思议。

巴菲特很钦佩公司的实际控制人威廉·哈曼森。威廉·哈曼森通过美国家庭储蓄公司把高等级的保险业务输送给美洲国家火灾保险公司，并通过其弟弟海登·哈曼森掌管美洲国家火灾保险公司。威廉·哈曼森

^① 本章部分内容参考：艾利斯·施罗德·滚雪球[M]。北京：中信出版社，2009。



故意把抵押贷款业务放到远离居民的地方,使得居民只能通过邮寄的方式偿付抵押贷款,不用亲自跑到公司支付,从而降低公司的人力成本。

巴菲特策略

巴菲特翻阅《穆迪手册》时发现了这家公司,于是开始买入这种股票,但是一股也买不到,因为只有哈曼森家族才有股东名单。1956年,巴菲特派他的合伙人兼代理人丹·莫奈开着车,带着现钞去乡下,四处打听,悄悄地用现钞换股票。开始的出价为35美元,高于哈曼森家族的出价,农民们开始警觉,交易价格也开始上涨,最后价格上涨至100美元。丹·莫奈最终收集了2000股,占公司总股份的10%。

巴菲特担心哈曼森家族和他竞争,开始并没有把股票持有人改成自己的名字,只是附加了律师说明。等收集了足够的股票后,他提着袋子,走进海登·哈曼森的办公室,把他们全放在桌上,说我要把他们全改成我的名字,可以想象海登·哈曼森当时惊讶的表情。

一年后,他以每股约125美元卖出了这些股票,收益率大约100%。



1958

2. 共富诚信银行

公司背景

共富诚信银行是位于新泽西的一家银行,1958年,其每股收益为10美元,管理良好且盈利能力强,总资产约5000万美元,但利润增长缓慢,公司没有进行现金分红,因此股价徘徊在50美元左右。

巴菲特策略

共富诚信银行的大股东是一家大银行,有意向将其合并。巴菲特对该公司的保守价值估计约为每股125美元,并有潜力达到每股250美元,但当时的市场价格只有50美元,有较大的价值折扣。巴菲特合伙公司在1958年大量买入共富诚信银行的股票,占其12%的股权,买入平均价格为51美元,对应市盈率为5.1倍。

在1959年底,为了给另外一个投资机会筹集资金,巴菲特以80美元每股卖出了共富诚信银行的股票,该笔投资收益率约60%。新的投资机会来源于桑伯恩地图有限公司,这家公司的低估程度并不比共富诚信银行要大,但是巴菲特能够控股这家公司,以便于更快地实现价值。这笔投资将在下一个案例中介绍。

巴菲特认为,作出这种投资标的的置换是基于更好地使用资金,50美元的价格相对125美元的内在价值折扣要大于80美元的价格相对于